

轻工制造

2020年10月23日

报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2020年10月22日

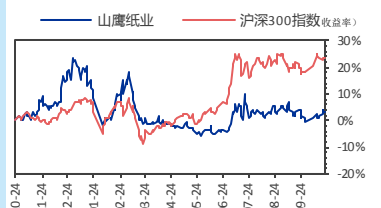
收盘价(元)	3.18
一年内最高/最低(元)	3.94/2.8
市净率	1.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	14614
上证指数/深证成指	3312.50/13396.18

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年06月30日

每股净资产(元)	3.19
资产负债率%	65.81
总股本/流通A股(百万)	4596/4596
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《山鹰纸业(600567)点评：2020年中报点评：Q2销量环比大幅改善，吨净利阶段性承压；外废浆产能持续推进》2020/08/31

《山鹰纸业(600567)点评：云印技术与腾讯、东方精工战略合作，加快产业互联网建设》2020/07/20

证券分析师

柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

山鹰纸业 (600567)

——北欧纸业分拆上市完成，旺季国内造纸量价齐升

投资要点：

- **公司公告子公司北欧纸业完成境外上市。**公司出售间接持有的北欧纸业 51%股权（超额配售权行使前），总计出售价款 14.67 亿瑞典克朗（未扣除发行费等，合 11.17 亿元人民币），完成后仍为其控股股东。本次上市安排超额配售权，公司在未来 30 天内最多可额外出售 7.65% 的北欧纸业股份，对应价款约 2.20 亿瑞典克朗，如全部实施，将合计卖出间接持有的北欧纸业 58.65% 股权。
- **北欧纸业境外上市完成，拓宽北欧纸业融资渠道，降低公司整体资产负债率。1) 前期投资已全部收回，商誉后续无减值风险。**2017 年 10 月以 24 亿瑞典克朗收购北欧纸业 100% 股权，北欧纸业累计贡献净利润 10.04 亿瑞典克朗（截至 2020 年 6 月 30 日），公司已累计收回现金 26.67 亿瑞典克朗（超额配售权行使前，含此次出售价款 14.67 亿瑞典克朗及累计分红 12 亿瑞典克朗）。2) **有效拓宽北欧纸业融资渠道，注入北欧纸业长期发展动力。**分拆上市为北欧纸业提供独立的直接融资平台，进一步提高了北欧纸业资本运作的灵活性，为北欧纸业的继续壮大和长远发展持续注入动力；另一方面，前期北欧纸业与其股东 SUTRIV Holding AB（公司全资子公司）共享同一银行授信额度，分拆上市后，北欧纸业可获得单独银行融资授信。3) **有效降低公司整体资产负债率，**此次分拆上市，公司出售部分股权，收回的资金将进一步加强公司的资金实力，考虑此次现金收回及偿还前期并购贷款，我们预计将降低公司整体负债率约 2.5pct。
- **箱板瓦楞纸旺季提价，公司出货量环比改善。价：**近期箱板瓦楞纸企发布提价函，纸厂当前成品纸库存处相对低位，伴随四季度节假日需求旺季到来，纸价有望持续回暖。量：公司 9 月国内造纸实现出货量 49.51 万吨，同比增长 21.55%，环比增加 5.84%，预计随湖北基地 PM23 在 9 月底转固，叠加旺季到来，后续出货量仍将环比改善。
- **未来三年公司将进入产能扩张期，份额将进一步提升。1) 国内造纸：**华中基地三条生产线已经于 2020 年 9 月全部投产，华中基地年产能达到 127 万吨；年内启动 2020 年公司启动广东山鹰 100 万吨高档箱板纸扩建项目、浙江山鹰 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目、吉林山鹰年产 100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目，新项目达产后，公司将实现国内造纸产能翻倍，完成东北、华南、华中、华东、东南区域覆盖；同时建设三基地垃圾发电项目，项目投产后国内造纸基地自发电比例（不含广东山鹰）将由 74% 提升至 97%。2) **海外废纸浆：**2020 年上半年，外采年产 30 万吨再生浆线（合作项目）已投产，东南亚 110 万吨再生浆项目（自建项目）分三期实施，一期 40 万吨/年再生浆目前已顺利地进行试生产，美国凤凰纸业年产 12 万吨再生浆生产线技改在有序推进中，预计 2020 年底将实现 150 万吨再生浆产能。
- **箱板瓦楞纸下游需求回暖，盈利修复；公司持续深耕造纸全产业链，维持买入。**箱板瓦楞原纸+包装+特种纸全产业链布局，公司坚持做强箱板瓦楞纸业务，做深包装产业链，做大多纸种布局，看好公司长期发展。维持 2020-2022 年归母净利润的盈利预测为 14.84 亿元、20.72 亿元和 25.50 亿元，目前股价（3.18 元/股）对应 PE 分别为 9.9 倍、7.1 倍和 5.8 倍，对应 2020 年中报 PB 仅 1.0 倍，维持买入。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	23,241	9,826	24,641	29,538	32,467
同比增长率(%)	-4.6	-12.0	6.0	19.9	9.9
归母净利润(百万元)	1,362	501	1,484	2,072	2,550
同比增长率(%)	-57.5	-45.8	8.9	39.6	23.1
每股收益(元/股)	0.30	0.11	0.32	0.45	0.55
毛利率(%)	19.1	17.1	19.9	20.8	21.4
ROE(%)	9.5	3.4	8.9	11.0	11.9
市盈率	11		10	7	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24,367	23,241	24,641	29,538	32,467
其中: 营业收入	24,367	23,241	24,641	29,538	32,467
减: 营业成本	18,749	18,810	19,744	23,386	25,506
减: 税金及附加	258	194	197	236	260
主营业务利润	5,359	4,236	4,700	5,916	6,701
减: 销售费用	965	1,076	1,109	1,329	1,461
减: 管理费用	857	1,066	1,109	1,329	1,461
减: 研发费用	591	549	591	709	779
减: 财务费用	738	441	626	685	587
经营性利润	2,207	1,104	1,265	1,864	2,413
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-76	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	95	-23	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,037	564	543	543	543
营业利润	3,339	1,569	1,808	2,406	2,956
加: 营业外净收入	577	-3	-90	-10	-10
利润总额	3,916	1,566	1,718	2,396	2,946
减: 所得税	480	214	234	323	396
净利润	3,437	1,352	1,484	2,072	2,550
少数股东损益	233	-10	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,204	1,362	1,484	2,072	2,550
全面摊薄总股本	3,274	3,274	4,596	4,596	4,596
每股收益 (元)	0.70	0.30	0.32	0.45	0.55

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。